

# Endividamento forçado, Big Government e a implausibilidade de crise no capitalismo: um exercício a partir de um modelo de consistência entre fluxos e estoques

Luiz Daniel Willcox de Souza\*

Doutorando do IE-Unicamp e Professor  
do Departamento de Economia da UFF.

## Resumo

*Este trabalho tem como objetivo descrever o processo de endividamento forçado de Steindl em uma economia fechada a partir de um modelo de consistência entre fluxos e estoques. Partimos de esquema contábil que nos permite analisar, de forma consistente, as variáveis de fluxo e sua contrapartida em termos dos estoques e, com base nele, mostramos que esse processo e a possibilidade de crise se tornam absolutamente implausíveis se pensarmos no papel exercido pelo Big Government de Minsky. O setor público pode fazer políticas fiscais expansivas, evitando que os lucros caiam, que a taxa de endividamento se eleve e que o investimento caia. Para isso, seguindo a abordagem das “finanças funcionais”, o governo não encontrará qualquer obstáculo para se financiar, porque o público sempre aceita a moeda e a dívida pública emitida por ele.*

## Palavras-chave

**Endividamento forçado; “política fiscal”; finanças funcionais.**

---

\* O autor agradece a Cláudio Hamilton dos Santos pelos comentários e discussões, sem, contudo, responsabilizá-lo por eventuais erros e omissões.

## Abstract

*The aim of this paper is describe Steindl's 'enforced indebtedness' in a closed system through a stock-flow consistent framework. Beginning with an accounting framework that allow us to analyze in a consistent way stocks and flow variables we show that the 'enforced indebtedness' and the possibility of crisis become absolutely implausible when we think about the role played by Minsky's Big Government. The public sector should do expansive fiscal policies avoiding the aggregate profit reduction, the increase in the indebtedness rate and the fall in aggregate investment. Following the functional finance approach, government would not find any obstacle to finance its deficits because private sector will always accept government debt in the form of high-powered money and bonds issued by it.*

**Os originais deste artigo foram recebidos  
por esta Editoria em 13.05.02.**

## 1 - Introdução

O objetivo deste trabalho é discutir o processo de endividamento forçado descrito em Steindl (1982; 1983; 1989), em uma economia fechada e com governo, a partir de um modelo de consistência entre fluxos e estoques proposto originalmente por Tobin e Godley.<sup>1</sup>

Segundo Steindl (1982; 1983; 1989), em uma economia fechada e sem governo, a queda autônoma no investimento geraria, seguindo o princípio da demanda efetiva, uma redução do lucro agregado. A queda no lucro e na acumulação interna das firmas faria com que o investimento se reduzisse para manter o seu grau de endividamento no nível planejado. O resultado seria um processo cumulativo de queda no investimento e redução da taxa de crescimento da economia.

---

<sup>1</sup> Ver Tobin (1980; 1982) e Godley e Cripps (1983) por exemplo. Para um breve resumo das conexões entre os trabalhos de Godley e Tobin, ver Lavoie (2001) e Godley *et al.* (1987).

Esse processo de endividamento forçado perde inteiramente sua força como explicação para a queda na taxa de crescimento das economias capitalistas se pensarmos no papel cumprido pelo Big Government conforme descrito por Minsky (1982; 1986). O setor público tem a capacidade de gastar mais, evitando a queda do lucro agregado e se endividar sem qualquer ameaça de não conseguir rolar a sua dívida. A moeda emitida pelo governo, de acordo com a abordagem das finanças funcionais descrita em Wray (1998), será aceita por todos, permitindo que o governo gaste mais e se financie emitindo moeda ou dívida pública. A conclusão é que, na economia fechada, não haverá qualquer restrição para a execução de políticas fiscais expansivas.

Para cumprir esse objetivo, dividimos o trabalho em quatro seções, além desta introdução. Na segunda seção, montaremos o arcabouço que será a base contábil da nossa explicação, que nos permitirá analisar, de forma consistente, as variáveis de fluxo e suas implicações em termos das variáveis de estoques. Na terceira seção, analisaremos, dentro desse esquema, as hipóteses de Steindl (1982; 1983; 1989), descrevendo o processo de endividamento forçado e suas implicações sobre a taxa de crescimento da economia para uma economia fechada e sem governo. Na quarta seção, introduziremos o governo e mostraremos que o processo de endividamento forçado deixa de ser factível na presença de um Big Government. Por fim, na última seção, adotando a abordagem das finanças funcionais utilizada em Wray (1998), veremos que, em uma economia fechada, não há qualquer restrição à capacidade do governo em gastar mais e gerar déficits públicos.

## 2 - A descrição contábil da economia

Nesta seção, apresentaremos um esquema contábil que nos permitirá analisar a relação entre os vários setores da economia em termos dos fluxos e estoques. Esse esquema nos mostrará as receitas e os gastos de cada um dos setores, como são financiados e sua estrutura de ativos e dívidas.<sup>2</sup> Isso significa que toda a variável de fluxo terá uma contrapartida em termos de variação nos estoques. Nesse esquema, “(...) todo o fluxo vem de algum lugar e vai para um outro lugar” (Godley, 1999, p. 394).

---

<sup>2</sup> Estaremos seguindo Godley (1999) e Godley e Lavoie (2000), a despeito de algumas simplificações que fizemos em seu esquema.

Estaremos trabalhando com uma economia fechada e desagregaremos, inicialmente, a economia em três setores: famílias, firmas e setor público. Podemos descrever contabilmente essa economia em uma matriz SAM (Matriz de Contabilidade Social — Social Accounting Matrix).<sup>3</sup>

A matriz SAM é baseada nas partidas dobradas (*double-entry bookkeeping*) como forma de organização das informações das variáveis que aparecem nas contas nacionais e nas matrizes de fluxo de fundos. Nessa matriz, distinguimos entre transações em conta corrente e na conta de capitais, na qual os símbolos com sinal positivo indicam fontes de recursos e o sinal negativo o uso de fundos. Lendo a matriz pelas colunas, temos a diferença entre a renda e os gastos de cada um dos setores, que será sempre igual à poupança de cada um dos setores. Na conta corrente, a poupança aparecerá como um uso de recursos. Na conta de capital, a poupança aparece como uma fonte de recursos e será igual à acumulação de ativos reais e financeiros.<sup>4</sup>

Por outro lado, se a matriz for lida através das linhas, teremos as ofertas e a demanda de bens e serviços e ativos financeiros. Portanto, a SAM sumariza todas as informações sobre as transações de variáveis de fluxo e as variações correspondentes nos estoques em um determinado período de tempo, e, pela sistemática contábil adotada, o somatório das linhas e das colunas deve necessariamente ser zero.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Essa construção se baseia em Godley (1999), Godley e Lavoie (2000), Lavoie (2001) e Taylor (1990).

<sup>4</sup> Notemos que apenas as firmas acumulam ativos reais, os demais setores só efetuam gastos correntes. O investimento aqui considerado é aquele que cria capacidade produtiva para o setor privado. Essa é uma diferença das convenções adotadas na construção da matriz de fluxo de fundos, na qual, por exemplo, o consumo de duráveis das famílias aparece como investimento. Ver Ritter (1963).

<sup>5</sup> As colunas mostram cada bem, serviço e ativo financeiro que cada setor compra ou vende. Elas somam zero, porque representam a restrição orçamentária de cada um dos setores, e, como os usos de recursos são lançados com sinal negativo e as fontes com sinal positivo, o somatório deve ser zero. As linhas mostram que setor compra e vende cada um dos bens, serviços e ativos financeiros. A soma será zero, porque os usos dos fundos de cada um dos setores representam demanda por bens, serviços ou ativos financeiros, e as fontes de recursos representam as ofertas de bens e serviços e ativos financeiros. Como qualquer transação pressupõe alguém que venda (oferte) e alguém que compre (demande), a oferta é lançada contabilmente com sinal positivo; e as compras, com sinal negativo. Cada lançamento de venda terá como contrapartida o lançamento para algum outro setor de uma compra com sinal oposto.

Quadro 1

## A matriz SAM para uma hipotética

DISCRIMI- NAÇÃO	FAMÍLIAS		FIRMAS		GOVERNO		$\Sigma$
	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	
Consumo	-C		+C				0
Investimento			+I (+ $\Delta K$ )	-I (- $\Delta K$ )			0
Gastos públi- cos			+G		-G		0
Salários	+W		-W				0
Impostos	-T				+T		0
Juros	+iD <sub>-1</sub> +iD <sub>-1</sub> <sup>B</sup>		-iD <sub>-1</sub> <sup>B</sup>		-iD <sub>-1</sub>		0
Poupança	-S <sub>H</sub>	+S <sub>H</sub>	-P <sub>R</sub>	+P <sub>R</sub>	-S <sub>G</sub>	+S <sub>G</sub>	
$\Delta$ base		- $\Delta M$				+ $\Delta M$	0
$\Delta$ empréstimos		- $\Delta D^B$		+ $\Delta D^B$			0
$\Delta$ títulos públi- cos		- $\Delta D$				+ $\Delta D$	0
$\Sigma$	0	0	0	0	0	0	

Não aparece explicitamente no Quadro 1 o pagamento de dívidas como um possível uso de fundos, assim como não aparece como fonte de recursos a venda de ativos financeiros e o desentesouramento. Entretanto todas essas possibilidades são consideradas, porque as variações nos ativos financeiros são todas líquidas.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Por exemplo, o entesouramento considerado refere-se a quanto aquele setor entesourou menos o que desentesourou; a acumulação de ativos financeiros é resultado de quanto o setor compra de novos ativos menos o que liquida, assim como o aumento do endividamento é resultado das novas dívidas contraídas menos o pagamento das dívidas antigas.

As famílias recebem salários, juros sobre a dívida pública e sobre os empréstimos às firmas<sup>7</sup>, que utilizam para pagar impostos líquidos das transferências, comprar bens de consumo e novos ativos financeiros (títulos das firmas, base monetária e títulos da dívida pública). O setor público, em conta corrente, recebe impostos líquidos das transferências, efetua gastos correntes, paga juros da dívida pública e poupa. Essa poupança será igual, por definição, ao déficit público. Na conta de capital, a poupança pública será igual, contabilmente com o sinal trocado, à variação na base monetária e no estoque de dívida pública.

Para as firmas, em conta corrente, os fluxos de recursos vêm da venda de bens de consumo, bens de capital e bens para o setor público, que devem ser iguais aos salários pagos, juros pagos às famílias e a poupança das firmas. Esta será igual ao lucro líquido, todo retido pelas firmas por hipótese.<sup>8</sup> Na conta de capital, o investimento (as adições ao estoque de capital fixo e os estoques) deve ser financiado pelos empréstimos obtidos junto às famílias e pelos lucros retidos.

Como o somatório das transações em conta corrente de cada setor será igual a zero, podemos colocá-las em uma mesma identidade e teremos:

(1)

O investimento será igual ao somatório da poupança das famílias, das empresas e do governo.

$$I = S_H + P_r + S_G$$

Se definirmos a renda das famílias como  $Y_H = W + i.D_{-1} + iD_{-1}^B$  e rearmarmos (1), obteremos:

$$I - P_r = (Y_H - T - C) + (T - G - iD_{-1}) \quad (2)$$

Essa expressão nos mostra que o déficit das firmas é, necessariamente, igual à poupança das famílias e à poupança pública.<sup>9</sup>

A matriz SAM e as relações contábeis que dela se derivam, por si só, não querem dizer nada sobre o comportamento dos vários setores, mostram apenas que os déficits e os superávits dos vários setores representam adição ao estoque de dívidas (ou redução do estoque de ativos), ou acúmulo de ativos (ou redução de dívidas) respectivamente. Além disso, possibilitam a construção de determinadas identidades contábeis que representam restrições que os modelos macroeconômicos não podem violar, permitindo analisar, de forma consistente, as variáveis de fluxo e sua contrapartida em termos de estoques.

<sup>7</sup> A taxa de juros sobre os empréstimos privados e sobre a dívida pública é igual por hipótese e fixada pelo Banco Central.

<sup>8</sup> Steindl (1982; 1983; 1989) denomina de acumulação interna a poupança das firmas.

<sup>9</sup> Por definição, igual ao superávit público.

Segundo Godley e Cripps (1983),

“O fato de que o estoque de moeda e os fluxos devem satisfazer identidades contábeis para os setores individualmente e para a economia como um todo fornece uma lei fundamental na macroeconomia, análoga ao princípio da conservação de energia na física. Mas as restrições cumulativas não são obviamente suficientes para determinar o que irá acontecer. Para isto é preciso adicionar hipóteses comportamentais sobre como as pessoas e instituições operam dentro destas restrições orçamentárias” (Godley; Cripps, 1983, p. 18).

Ou, segundo Minsky (1986),

“A mera apresentação de identidades contábeis não é uma teoria e não leva a nenhuma relação de causalidade. De forma a entender o que de fato ocorre, devemos analisar como os resultados são obtidos (i.e. como os superávits e déficits setoriais são consolidados por todos os setores). Nós devemos formular idéias sobre quais são os determinantes e quais as variáveis serão determinadas nas tabelas contábeis (i.e. introduzir hipóteses sobre como a economia de fato funciona de forma que o resultado final é sempre atingido)” (Minsky, 1986, p. 30).

### 3 - O endividamento forçado em uma economia sem governo

Nesta seção, introduziremos algumas hipóteses comportamentais no esquema acima, transformando essas identidades em relações causais, que nos permitam entender com clareza o processo de endividamento forçado e suas implicações em termos de taxa de crescimento da economia conforme descrito em Steindl (1982; 1983; 1989).

Vamos utilizar, inicialmente, uma SAM simplificada para uma economia sem governo, que funciona sob a validade do princípio da demanda efetiva. A renda agregada é determinada pela demanda agregada, e, dessa maneira, a poupança agregada será determinada pelo investimento. Essa poupança agregada aparecerá distribuída, necessariamente, entre a poupança das famílias e a poupança das empresas.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Ver Serrano (2000).

Podemos distinguir, dentro das famílias, um outro grupo, além dos trabalhadores, os rentistas<sup>11</sup>, que se distingue pela natureza de seu rendimento. A característica desse rendimento é sua inflexibilidade com relação ao nível de atividades. Podemos incluir nesse grupo aqueles que emprestam para as empresas cuja remuneração provém, basicamente, das taxas de juros.

A renda das famílias será dividida em renda dos trabalhadores, determinada pela massa de salários, e renda dos rentistas, constituída dos juros recebidos como contrapartida dos empréstimos concedidos às firmas. O consumo agregado é dividido em consumo dos trabalhadores e consumo dos rentistas. Supõe-se que os trabalhadores não têm acesso a crédito, nem possuem ativos acumulados; logo, dependem do recebimento dos salários para efetuarem seus gastos. Além disso, estamos considerando que os trabalhadores gastam o que ganham e, portanto, não poupam. Os rentistas, por terem acesso a crédito e por possuírem ativos acumulados, gastam autonomamente. A poupança das famílias constituir-se-á, dessa forma, na poupança dos rentistas.

Quadro 2

A matriz SAM para a economia sem governo

DISCRIMI- NAÇÃO	TRABALHA- DORES		RENTISTAS		FIRMAS		$\Sigma$
	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	
Consumo	$-C_W$		$-C_R$		$+(C_W+C_R)$		0
Investimento					$+I$	$-I$	0
Salários	$+W$				$-W$		0
Juros			$+iD_{-1}^B$		$-iD_{-1}^B$		0
Poupança	$-S_W$	$+S_W$	$-S_R$	$+S_R$	$-P_R$	$+P_R$	
$\Delta$ emprésti- mos				$-\Delta D^B$		$+\Delta D^B$	0
$\Sigma$	0	0	0	0	0	0	



A identidade (2) torna-se (3), que passa a ser uma equação que mostra que o investimento determina a poupança que se distribui entre poupança das famílias e das firmas. Dessa forma,

(3)

Como estamos lidando com uma economia sem governo, na qual as empresas não se financiam por meio de ações, apenas por meio de empréstimos junto às famílias, a poupança das famílias destina-se unicamente aos empréstimos para as firmas, o que pode ser observado na conta de capital dos rentistas.<sup>12</sup> Em termos formais:

$$S_H = \Delta D^B \quad (4)$$

A primeira hipótese fundamental relaciona-se ao comportamento das firmas no que diz respeito à sua política de endividamento.<sup>13</sup> Segundo Steindl (1989),

“(...) presume-se que as firmas têm como meta manter seu endividamento dentro de certos limites: a proporção de ações no capital total não deve cair abaixo de um determinado valor (e a proporção de dívida não pode exceder o valor complementar)” (Steindl, 1989, p. 71).<sup>14</sup>

Essa hipótese implica que as firmas planejam o grau de endividamento que desejam manter. Este é definido como a proporção entre o estoque de dívida das empresas e o estoque de capital. Podemos definir  $g^*$  como a taxa de endividamento planejada pelas firmas:

$$\frac{D^B}{K} = g^* \quad (5)$$

<sup>11</sup> Assim denominados por Steindl (1982; 1983; 1989) e Kalecki (1983).

<sup>12</sup> Segundo Steindl (1982, p. 71), “(...) segue-se que os empréstimos líquidos fornecidos das famílias devem ter como contrapartida o endividamento das firmas (tradução nossa)” [“(...) it follows that a net household lending must find its counterpart in borrowing by business”].

<sup>13</sup> Entretanto devemos notar que, no modelo aqui considerado, não há emissão de ações.

<sup>14</sup> A justificativa para essa hipótese está no princípio do risco crescente em Kalecki (1983), segundo o qual, “(...) o tamanho da firma, portanto, parece achar-se circunscrito pelo volume de capital da empresa tanto através de sua influência na capacidade de conseguir capital emprestado como através de seu efeito no grau de risco” (Kalecki, 1983, p. 76). O grau de endividamento da firma determina o acesso da firma a empréstimos, fixando um limite para o montante de financiamento que a firma pode obter, “(...) seria impossível a firma tomar emprestado capital acima de um limite determinado pelo volume de seu capital de empresa” (Kalecki, 1983, p. 75). Claro que o princípio do risco crescente foi formulado para ilustrar a relação entre firmas e bancos, porém, neste trabalho, todo o setor privado não produtivo está consolidado nas famílias; logo, a relação que aparece é entre famílias e firmas.

A manutenção da taxa de endividamento em  $g^*$  requer que o estoque de capital  $K$  e a dívida das firmas  $D^B$  cresçam à mesma taxa.<sup>15</sup> A taxa  $g^*$  é um limite que, por hipótese, a firma não pode ultrapassar. Tendo como base o esquema contábil da seção anterior e segundo Steindl (1989), como os estoques de capital e de dívida resultam dos fluxos do período precedente, essa relação será mantida a partir do controle dos fluxos de financiamentos e do investimento.

Se analisada pelo lado dos fluxos, essa taxa de endividamento permanecerá constante caso o investimento e o financiamento por empréstimos junto às famílias cresçam à mesma taxa. Como na economia fechada e sem governo a poupança dos rentistas terá como destino os empréstimos para as firmas<sup>16</sup>, a taxa de endividamento permanecerá constante se o investimento e a poupança das famílias crescerem à mesma taxa. Caso o investimento cresça mais, a taxa de endividamento aumentará e, caso cresça menos, reduzirá-se.

O investimento, a despeito de depender de uma série de fatores (grau de utilização da capacidade produtiva, da acumulação interna das firmas e da taxa de lucro), é a variável responsável por manter constante a taxa de endividamento das firmas no nível  $g^*$  definido por (4). Se o grau de endividamento ultrapassar a proporção definida pela política de endividamento da firma, esta procurará reduzir o investimento para levar de volta o grau de endividamento à proporção desejada.

Para que a taxa de endividamento permaneça constante, é necessário que as variações na poupança gerada por variações no investimento se traduzam em variações nos dois componentes da poupança na mesma proporção em que a poupança agregada se elevou. Só que o princípio da demanda efetiva só garante que a poupança agregada se ajusta ao nível de investimento, não nos diz nada sobre o comportamento de cada um dos componentes da poupança.

Podemos resumir a questão com uma passagem de Steindl (1982):

“O equilíbrio entre os setores é garantido por determinado nível de demanda efetiva — i.e do PIB. Mas para o equilíbrio de cada setor individualmente o PIB requerido pode ser diferente. Isto envolve a dura tarefa de harmonização da política econômica porque para cada setor há uma certa meta para o endividamento; em última instância isto tem a ver com a relação entre os estoques de ativos e os passivos, mas a sua administração envolve determinadas políticas relacionadas à razão entre empréstimos e dívidas nos fluxos” (Steindl, 1982, p. 72).

<sup>15</sup> Steindl (1983) define essa variável  $g$  de uma forma um pouco diferente. A variável  $g$  seria a relação entre o estoque de capital e a parcela desse estoque financiado por “acumulação interna das firmas”, isto é, por lucro retidos. Como o próprio Steindl (1983) coloca, financiado pela soma de títulos dos empresários. Como  $K$  é igual a  $D^B$  e  $K - D^B$  que é a soma de títulos dos próprios empresários. Dessa maneira,  $g = K/K - D^B = 1 + (D^B/K - D^B)$ .

<sup>16</sup> Steindl (1982; 1983; 1989) e Kalecki (1983) definem a poupança que não é feita pelas firmas como “poupanças externas”.

O problema está exatamente no fato de que as firmas não têm controle sobre a poupança das famílias. No entanto, é exatamente a proporção entre a poupança das famílias e a poupança total que determina o grau de endividamento das firmas.

O fato estilizado apontado em Steindl (1982; 1983; 1989) é a relativa inflexibilidade da poupança das famílias quando comparada à poupança das empresas.<sup>17</sup> Esse fato traz implicações importantes no que diz respeito ao comportamento da taxa de endividamento das firmas quando a renda da economia se modifica.

Vamos analisar, com auxílio da SAM, como as poupanças das famílias e das firmas se ajustam a modificações nos gastos autônomos sob as hipóteses aqui consideradas.<sup>18</sup> Particularmente, queremos discutir se as variações nos gastos autônomos se traduzem em variações na poupança das famílias e na das firmas e as implicações sobre o grau de endividamento das firmas.

Nessa SAM, representamos apenas as mudanças nos fluxos durante o período, como consequência da queda no consumo rentista. A redução no consumo não tem qualquer influência sobre o investimento; portanto, a poupança agregada mantém-se constante. A variação da poupança dos trabalhadores é nula. A poupança dos rentistas eleva-se, dado que o montante de juros recebido permanece inalterado, posto que nem o estoque de dívida passado, nem a taxa de juros se alteram com a variação no consumo. Como os trabalhadores gastam o que ganham, o lucro é determinado pelo investimento e pelo consumo rentista, e, dessa forma, o lucro agregado cai no exato montante que o consumo rentista caiu. A poupança das firmas reduz-se no montante da queda do consumo rentista.

A poupança agregada permanece constante, a poupança das famílias aumenta e a poupança das firmas cai no mesmo montante. Com isso, a taxa de endividamento eleva-se, porque, embora o nível de investimento tenha permanecido constante, o lucro das firmas cai e a poupança das famílias aumentou. As famílias aplicam seus excedentes emprestando para as firmas que tiveram seu lucro reduzido. Como o investimento é dado, *expost*, ele aparecerá financiado com uma parcela maior de empréstimos tomada junto às famílias do que aquela planejada. Esse processo é denominado endividamento forçado.<sup>19</sup>

<sup>17</sup> Em Steindl (1982, p. 76), analisam-se os dados para diversos países, e a conclusão é que "(...) eles não mostram nenhuma flexibilidade em relação ao comportamento da demanda agregada, em forte contraste com a flexibilidade apresentada pelos lucros e a poupança das firmas (tradução nossa)" ["(...) they show in fact no flexibility in relation to the state of demand, in strong contrast to the flexibility of business profit and saving"]. Para a justificativa a essa inflexibilidade, ver Steindl (1983, p. 136).

<sup>18</sup> Esse exercício é realizado em Serrano (2000), de acordo com diferentes hipóteses e objetivos.

<sup>19</sup> Ver Steindl (1982; 1983; 1989).

Quadro 3

## Efeitos de aumentos nos gastos autônomos

DISCRIMI- NAÇÃO	TRABALHA- DORES		RENTISTAS		FIRMAS	
	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital
Consumo	$+\Delta C_W$		$+\Delta C_R$		$-\Delta(C_W+C_R)$	
Investimento						
Salários	$-\Delta W$				$+\Delta W$	
Juros						
Poupança			$-\Delta S_R$	$-\Delta S_R$	$+\Delta P_R$	$-\Delta P_R$
$\Delta$ empréstimos				$+\Delta D^B$		$-\Delta D^B$

Vejamos agora as implicações de uma redução no nível de investimento, também com auxílio de uma SAM.

Quadro 4

## Efeitos de redução no investimento

DISCRIMI- NAÇÃO	TRABALHA- DORES		RENTISTAS		FIRMAS	
	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital
Consumo	$+\Delta C_W$				$-\Delta C_W$	
Investimento					$-\Delta I$	$+\Delta I$
Salários	$-\Delta W$				$+\Delta W$	
Juros						
Poupança					$+\Delta P_R$	$-\Delta P_R$
$\Delta$ empréstimos						

A poupança agregada reduz-se no mesmo montante da queda do investimento, mas os impactos sobre os componentes da poupança agregada serão diferenciados. A poupança das famílias não sofre qualquer alteração, posto que o montante de juros permanece inalterado, e o consumo dos rentistas, por ser autônomo, também permanece constante. Por outro lado, o montante de lucros reduz-se no mesmo montante que a redução do investimento. Sendo assim, a poupança das firmas cai no mesmo montante que a queda no investimento.

Toda a queda da poupança agregada é gerada pela queda na poupança das firmas. O montante de investimento foi reduzido, levando a uma redução na poupança das firmas no mesmo montante, com a poupança das famílias inalterada. O fluxo de novos empréstimos não se altera, o que ocorre é que um nível menor de investimento aparecerá, *expost*, financiado com uma proporção maior de empréstimos, elevando o grau de endividamento das firmas.<sup>20</sup>

Caso as firmas estejam operando com uma taxa de endividamento diferente da planejada e tentarem retornar a essa taxa através da redução do investimento, apenas elevarão o grau de endividamento e se afastarão da taxa planejada. Os lucros caem, e a taxa de endividamento eleva-se, ocorrendo um processo cumulativo de ampliação do grau de endividamento e redução da taxa de crescimento. Esse processo eleva o risco de insolvência para as firmas, e “uma crise financeira pode se desenvolver” (Steindl, 1989, p. 72).

O resultado é um processo cumulativo de elevação do grau de endividamento das firmas, que leva à redução contínua do investimento e, logo, à redução na taxa de crescimento da economia. Do ponto de vista macroeconômico, o impulso inicial para esse processo pode ser tanto através de alterações no consumo autônomo como no investimento. Entretanto Steindl (1982; 1983; 1989) tem como objetivo mostrar a relação entre redução do investimento e processo de endividamento forçado e a possibilidade de que essa restrição financeira possa se tornar uma restrição relevante ao crescimento das economias capitalistas. Segundo Steindl (1982):

“Em uma economia fechada a proporção entre a poupança das famílias e a poupança bruta das firmas deve corresponder à proporção na qual as firmas como um todo desejam financiar seu investimento bruto através de empréstimos e de sua própria poupança. A política de endividamento das firmas pode ser bastante flexível sob certas condições mas uma vez que a proporção entre sua dívida e os ativos totais atinja o nível crítico o endividamento se tornará uma séria restrição” (Steindl, 1982, p. 83).

---

<sup>20</sup> Caso estivéssemos supondo aumentos no consumo e no investimento, os efeitos seriam simétricos, e o resultado seria uma redução do grau de endividamento das firmas.

Essa mesma idéia é seguida por Minsky (1982), que, na mesma linha de Steindl (1982; 1983; 1989), conclui que a queda do investimento levaria a uma queda dos lucros, tendo a seguinte implicação: “(...) um processo cumulativo será prontamente desencadeado no qual a falha dos mercados financeiros levará à queda no investimento, que levará a problemas financeiros, posteriores quedas no investimento, nos lucros e assim sucessivamente” (Minsky, 1982, p. 42).

#### **4 - A economia com governo e a implausibilidade de crise financeira**

Vamos voltar à SAM da seção 2 para mostrar que a existência do governo e a possibilidade de esse setor efetuar gastos e incorrer em déficits torna pouco plausível que o processo de endividamento forçado ocorra e, logo, que a restrição financeira seja uma restrição ao investimento e ao crescimento das economias capitalistas. Segundo Steindl (1982), as conclusões são modificadas porque “(...) podemos dizer que, apenas em casos excepcionais, os superávits das famílias são totalmente absorvidos pelas empresas privadas não financeiras. Em alguma medida esta absorção será feita pelo setor público” (Steindl, 1982, p. 77).

Como essa economia funciona sob a validade do princípio da demanda efetiva, o investimento continua determinando a poupança que se distribui entre poupança das famílias, das empresas e do setor público. Desenvolveremos a hipótese extrema de que apenas os rentistas pagam impostos que não dependem do nível de atividades.

A redução no consumo rentista e a queda autônoma no investimento levam aos mesmos efeitos descritos na seção anterior, no caso da economia sem governo, pois gastos, impostos e juros são dados.<sup>21</sup> Nesses dois casos, o grau de endividamento eleva-se e há o processo de endividamento forçado e queda no investimento. Discutiremos os efeitos de variações nos gastos públicos.

Suponhamos, agora, uma queda nos gastos públicos. Vejamos os efeitos na SAM da seção 2 com as famílias desagregadas em trabalhadores e rentistas.

---

<sup>21</sup> Consideremos, por exemplo, a queda no consumo rentista. Como o investimento determina a poupança agregada, esta permanece inalterada. Como os impostos são dados, assim como os juros que incidem sobre as dívidas, a poupança dos rentistas aumenta no mesmo montante. A poupança pública permanece inalterada. Como os lucros agregados caem no mesmo montante da queda do consumo, a poupança das firmas declina também no mesmo montante, e, dado o nível de investimento, *expost*, uma proporção maior deste será financiada por empréstimos junto ao setor privado.

Quadro 5

A matriz SAM para uma economia com governo — efeitos da redução no gastos públicos

DISCRIMI- NAÇÃO	TRABALHA- DORES		RENTISTAS		FIRMAS		GOVERNO	
	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital
Consumo	$+\Delta C_W$				$-\Delta C_W$			
Investimento								
Gastos públicos					$-\Delta G$		$+\Delta G$	
Salários	$-\Delta W$				$+\Delta W$			
Impostos								
Juros								
Poupança					$+\Delta P_R$	$-\Delta P_R$	$+\Delta S_G$	$-\Delta S_G$
$\Delta$ base				$-\Delta M$				$+\Delta M$
$\Delta$ emprésti- mos				$-\Delta D^B$		$+\Delta D^B$		
$\Delta$ títulos pú- blicos				$-\Delta D$				$+\Delta D$

A poupança agregada permanece inalterada, assim como a poupança dos rentistas. A poupança pública aumenta no mesmo montante da queda de seus gastos. Como os lucros caem também nesse mesmo montante, a poupança das firmas cai. Nesse caso, a redução do déficit público (ou aumento da poupança pública) levaria a uma redução no endividamento do setor público junto às famílias, seja via redução do estoque de dívida pública, seja da base monetária, que aparecem na matriz lançados com sinal negativo para o governo e positivo para os rentistas. A poupança das famílias permaneceu inalterada, e a manutenção da consistência entre fluxos e estoques exige a mudança na composição dos estoques de dívidas da economia. Os rentistas ficarão com saldos ociosos,

que serão emprestados para as firmas cujo lucro retido caiu. Portanto, o superávit das famílias será emprestado para as firmas. Por esse motivo, o mesmo nível de investimento aparecerá financiado, *expost*, por um montante maior de empréstimos junto aos rentistas<sup>22</sup>, e o processo de endividamento forçado se suceder-se-á.

Entretanto, em uma economia com governo, há uma alternativa para evitar que esse processo não ocorra: caso o setor público efetue uma política compensatória de expansão dos gastos, ou, pelo menos, não contraia os gastos públicos. Voltemos ao exemplo acima no qual o consumo rentista cai, supondo, adicionalmente, que o governo decida elevar seus gastos no mesmo montante que o consumo caiu. Vejamos com auxílio da SAM.

A poupança dos rentistas eleva-se no exato montante em que caiu o seu consumo. O montante de lucros não se reduz, dado que o aumento no gasto público compensa a queda no consumo rentista; logo, a poupança das firmas permanece inalterada. O déficit público aumenta no exato montante que o gasto público aumentou.

O aumento no déficit público significa que este terá que ser financiado, seja por emissão de moeda, seja de títulos públicos que serão absorvidos pelas famílias cujo superávit se ampliou. O grau de endividamento das firmas permaneceu o mesmo; em decorrência disso, o nível de investimento e a taxa de crescimento também se mantiveram no mesmo nível. Portanto, o governo, através de sua política de ampliação de gastos, evitou o processo de endividamento forçado e a queda na taxa de crescimento da economia.

Suponhamos agora que os empresários se tornem mais pessimistas, e o investimento caia, mas que o governo compense aumentando seus gastos no mesmo montante. Vejamos com auxílio da SAM.

A queda no investimento leva a uma queda na poupança agregada. Com o aumento dos gastos públicos, o lucro agregado é mantido. Dessa maneira, a poupança das firmas é mantida também no mesmo nível, o déficit público aumenta, mas a poupança das famílias permanece no mesmo nível. Essa elevação do déficit público deve ser financiada ou via emissão de moeda, ou via dívida pública. Mas se a poupança das famílias permaneceu constante e a das firmas também, que setor irá absorver esse aumento no déficit público? As firmas, para manterem seu grau de endividamento constante, reduzirão as suas dívidas com as famílias, que terão que modificar a composição de seus ativos demandando mais dos ativos emitidos pelo governo.

---

<sup>22</sup> O aumento dos impostos afetaria apenas a poupança das famílias sem qualquer efeito sobre o lucro agregado. O déficit público reduzir-se-ia, e o superávit das famílias também se reduziria. Logo, o endividamento do governo junto às famílias seria reduzido, sem qualquer efeito sobre o endividamento das firmas.



Quadro 6

Efeitos de queda no consumo rentista e elevação dos gastos públicos

DISCRIMI- NAÇÃO	TRABALHA- DORES		RENTISTAS		FIRMAS		GOVERNO	
	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital
Consumo			$+\Delta C_R$		$-\Delta C_R$			
Investimento								
Gastos públicos					$+\Delta G$		$-\Delta G$	
Salários								
Impostos								
Juros								
Poupança			$-\Delta S_R$	$+\Delta S_R$			$+\Delta S_G$	$-\Delta S_G$
$\Delta$ base				$-\Delta M$				$+\Delta M$
$\Delta$ empréstimos								
$\Delta$ títulos públi- cos				$-\Delta D$				$+\Delta D$

Portanto, dentro do argumento de Steindl (1982; 1989), a única maneira de se evitar crise financeira é o setor público efetuar uma política fiscal expansiva aumentando os gastos e não permitindo que o lucro das firmas caia, de maneira que seu endividamento permaneça constante ou mesmo abaixo do limite imposto pela política de endividamento das firmas.

Dessa maneira, a política fiscal evita uma crise financeira. Segundo Minsky (1982), “(...) a geração e distribuição do lucro agregado é o determinante central da estabilidade de uma economia na qual as dívidas são usadas para financiar investimentos (...)” (Minsky, 1982, p. 23). De acordo com Minsky (1982), o lucro agregado valida as estruturas de dívida da economia; validar as estruturas de dívida da economia significa, no esquema de Steindl (1982; 1983; 1989), manter inalterada a taxa de endividamento fixada pela política da firma.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Segundo Minsky (1982 p. 40), “(...) os lucros são o fluxo de caixa que podem ou não validar as estruturas de dívida das firmas”.

Quadro 7

Efeitos de queda no investimento e aumento nos gastos públicos

DISCRIMI- NAÇÃO	TRABALHA- DORES		RENTISTAS		FIRMAS		GOVERNO	
	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital
Consumo								
Investimento					- $\Delta I$	+ $\Delta I$		
Gastos públicos					+ $\Delta G$		- $\Delta G$	
Salários								
Impostos								
Juros								
Poupança							+ $\Delta S_G$	- $\Delta S_G$
$\Delta$ base				- $\Delta M$				+ $\Delta M$
$\Delta$ empréstimos				+ $\Delta D^B$		- $\Delta D^B$		
$\Delta$ títulos públi- cos				- $\Delta D$				+ $\Delta D$

A solução proposta por Minsky (1982; 1986) passa pela intervenção do Big Government:

“(…) de forma que as alterações no déficit contrabalançam os efeitos das oscilações do investimento sobre o lucro. Em particular, se houver aumentos nos gastos públicos e diminuição na arrecadação quando o investimento cai os fluxos de lucros tenderão a se estabilizar” (Minsky, 1982, p. 42).

Em suma, o Big Government realiza políticas fiscais expansivas, incorre em déficits e estabiliza a economia evitando o processo de endividamento forçado e a queda na taxa de crescimento.<sup>24</sup>

## 5 - Big Government e a abordagem da *functional finance*

O último passo é investigar se há algum tipo de problema nos grandes déficits incorridos pelo governo. São dois os problemas usualmente apontados: um suposto potencial inflacionário do déficit público e um possível risco de *default* por parte do governo.

Minsky (1986) aponta a inflação como um efeito do aumento dos gastos públicos e no déficit público. Segundo Minsky (1982; 1986), o preço que se paga por evitar que uma crise financeira ocorra é a inflação.<sup>25</sup> Segundo Minsky (1986), “Em nossa economia o mecanismo causal que explica a inflação começa com o aumento do investimento ou do gasto público” (Minsky, 1986, p. 256).<sup>26</sup> Ao mesmo tempo em que o Big Government tira as economias capitalistas da depressão, leva necessariamente à inflação. Consideramos que essa interpretação para a inflação é teoricamente implausível e empiricamente questionável; entretanto não discutiremos em detalhes esse primeiro problema, concentrando-nos na discussão do segundo problema.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> Essa é a conclusão principal sobre a capacidade do capitalismo de evitar crises financeiras segundo Minsky (1982; 1986). Minsky, inclusive, dá um exemplo do ano de 1975, no qual, segundo ele, teria sido responsável por ter impedido as famílias e as firmas de ficarem comprometidas por contas de seus déficits. Segundo Minsky, “Uma razão porque este processo interativo não se desenvolve plenamente é a existência do Big Government” (Minsky, 1986, p. 38).

<sup>25</sup> Ver Minsky (1982, p. 57; 1986, p. 35).

<sup>26</sup> Algumas páginas adiante, Minsky coloca que a aceleração da inflação entre 1966 e 1982 pode ser creditada ao rápido crescimento das transferências ao setor privado, dos gastos dos estados e dos municípios e dos gastos militares. Ver Minsky (1986, p. 270).

<sup>27</sup> A natureza da inflação, segundo Minsky (1986, p. 281), seria decorrência de um suposto excesso de demanda. Esse tipo de inflação poderia ser definido como inflação de demanda. O uso rigoroso desse conceito implica a suposição de que a economia se encontre operando a plena capacidade ou a pleno emprego. Nesse caso, e apenas nesse caso, um aumento da demanda geraria necessariamente inflação. Para a inflação ser de fato de demanda, a economia deve estar sistematicamente operando com excesso de demanda sobre o produto de pleno emprego. Entretanto, se aceitamos a validade do princípio da demanda efetiva, não há razões para supormos que a economia esteja operando a pleno emprego. De acordo com Keynes (1983), não há qualquer tendência automática que leve as economias capitalistas ao pleno emprego. Por esse motivo, o pleno emprego não é uma

Vamos analisar o segundo problema levantado por Minsky (1982; 1986). Afirma-se, usualmente, que o governo, ao incorrer em déficits persistentes, elevaria a dívida pública, gerando a expectativa de que esta jamais seria paga. Embora nunca se tenha definido uma razão dívida/PIB na qual o “mercado” supostamente perderia confiança na capacidade do setor público de pagar a dívida, não haveria dúvida de que esse limite crítico existiria.<sup>28</sup> Segundo Wray (1998), “(...) as pessoas acreditam que o governo está sujeito às forças de mercado que determinam o montante de dívida que o governo pode emitir assim como o preço (taxa de juros) da dívida” (Wray, 1998, p. 75).

Segundo Wray (1998), esse tipo de análise “(...) não compreende a natureza dos gastos públicos, tributação, déficit a venda de títulos” (Wray, 1998, p. 75). A abordagem que utilizaremos para a análise dessa questão se denomina abordagem das finanças funcionais (*functional finance*)<sup>29</sup> e pode ser resumida em duas proposições básicas: (a) a responsabilidade do setor público é gastar gerando demanda efetiva para a economia, e o corolário dessa proposição é que os impostos não são um instrumento de financiamento dos gastos públicos, mas um instrumento de controle da demanda agregada; (b) a segunda proposição é que o governo deve retirar moeda de circulação apenas se for desejável que o público tenha menos moeda e mais títulos em seus portfólios.

De acordo com essa abordagem, o primeiro objetivo do governo é gastar para gerar demanda efetiva, para promover crescimento econômico e pleno emprego. O segundo objetivo é ajustar a demanda do público por moeda e títulos através de novos empréstimos ou pagamento de dívida.

Essas duas proposições significam que impostos e títulos servem a diferentes objetivos. Em geral, os impostos afetam a renda disponível e, portanto, o consumo privado<sup>30</sup>, enquanto os títulos oferecem uma alternativa remunerada à moeda. De acordo com os dois princípios das finanças funcionais, nem impos-

---

regra no capitalismo, mas apenas uma possibilidade. Portanto, a interpretação mais plausível para os processos inflacionários é considerar que os aumentos de preços se dão de forma independente de variações no nível de atividades, caracterizando a inflação como inflação de custos. Dessa maneira, não há qualquer motivo teórico para supormos que a inflação é de demanda e que a política fiscal expansiva possa ter como efeito a aceleração da inflação. Para detalhes da abordagem da inflação de custos, ver Willcox (1996).

<sup>28</sup> Ver Wray (1998). Mesmo Steindl (1982) reconhecia que nenhum limite ainda teria sido estabelecido para o grau de endividamento do setor público. Embora existam limites quanto ao endividamento da firma segundo o argumento de Steindl (1982; 1983; 1989), não é claro se existe esse limite para o setor público. Segundo Steindl (1989), “(...) os governos desejam limitar seu endividamento, embora nenhum limite claro tenha sido ainda estabelecido” (Steindl, 1982, p. 72).

<sup>29</sup> Elaborada por Abba Lerner, ver Wray (1998).

<sup>30</sup> Dizemos em geral porque supomos, para simplificar, que apenas os rentistas pagam impostos, e, como seus gastos são autônomos, a renda disponível não afetará o seu consumo.

tos, nem títulos são necessários para que o governo efetue seus gastos. No momento em que o governo decide gastar mais, deve sempre emitir base monetária.

Quadro 8

Efeitos de aumentos nos gastos públicos

DISCRIMI- NAÇÃO	TRABALHA- DORES		RENTISTAS		FIRMAS		GOVERNO	
	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital
Consumo	$-\Delta C_W$				$-\Delta C_W$			
Investimento								
Gastos públi- cos					$+\Delta G$		$-\Delta G$	
Salários	$+W$				$-W$			
Impostos								
Juros								
Poupança					$-\Delta P_R$	$+\Delta P_R$	$+\Delta S_G$	$-\Delta S_G$
$\Delta$ base				$-\Delta M$				$+\Delta M$
$\Delta$ empréstimos				$+\Delta D^B$		$-\Delta D^B$		
$\Delta$ títulos públi- cos								

Vejamos no modelo apresentado na seção anterior, com auxílio de uma SAM, o que ocorreria caso o governo elevasse seus gastos.

O aumento dos gastos públicos faz com que o déficit público aumente mantendo inalterada a poupança das famílias. Os lucros das firmas elevam-se, e, por conta disso, as firmas desejarão reduzir seu endividamento junto às famílias. Há uma redução no estoque de dívida das firmas junto às famílias que aplicarão os saldos ociosos demandando base monetária no mesmo montante dessa redução. O setor público, por sua vez, terá financiado o aumento do déficit público (igual ao aumento dos lucros das firmas e redução em seu endividamento), emitindo base monetária. Não houve, portanto, qualquer necessidade prévia de aumento nos impostos e emissão de dívida pública.

E, se em um segundo momento, o governo decidisse “enxugar” todo aumento na base monetária emitindo novos títulos? Vejamos novamente a partir da SAM acima.

Quadro 9

Efeitos de emissão de novos títulos

DISCRIMI- NAÇÃO	TRABALHA- DORES		RENTISTAS		FIRMAS		GOVERNO	
	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital	Conta Corrente	Conta de Capital
Consumo								
Investimento								
Gastos públi- cos								
Salários								
Impostos								
Juros								
Poupança								
$\Delta$ base				$+\Delta M$				$-\Delta M$
$\Delta$ empréstimos								
$\Delta$ títulos públi- cos				$-\Delta D$				$+\Delta D$

Só haveria uma modificação na composição do estoque de dívida do setor público e dos ativos das famílias. A demanda das famílias por base monetária reduzir-se-ia no exato montante em que sua demanda por títulos aumentou. Isso significa que o governo sempre, necessariamente, se financia primeiramente através de emissão de base monetária e, em um momento posterior, dependendo de seus objetivos de política econômica, pode trocá-la por títulos públicos. Notemos que ele não precisa emitir mais dívida para depois gastar; o processo é exatamente oposto, o governo gasta e depois emite dívida pública se for o caso.

A justificativa para isso está no fato de que as economias capitalistas operam à base de um sistema de *fiat money* emitida pelo Tesouro ou pelo Banco Central. Esta funciona como moeda de curso legal, sendo aceita como a moeda que liquida todos os contratos privados ou públicos da economia. Essa propriedade decorre da obrigatoriedade de utilizar essa moeda para pagar os impostos. Segundo Keynes (1979),

“O Estado em primeiro lugar aparece como autoridade imposta por lei obrigando o pagamento de uma coisa que corresponde ao nome ou descrição nos contratos. Mas adicionalmente tem o direito de determinar e declarar que coisa corresponde ao nome” (Keynes, 1979, p. 3).<sup>31</sup>

O que ocorre se o governo decidir gastar mais e gerar déficit? O governo passa um cheque do Tesouro e, em um primeiro momento, faz com que sua dívida cresça no mesmo montante dos gastos. O receptor do cheque do Tesouro depositará no banco creditando esse valor em sua conta corrente; e o banco, na sua conta de reservas junto ao Banco Central.

Houve um aumento no ativo dos bancos comerciais e, como contrapartida, nas obrigações do Banco Central que representam direitos sobre a moeda emitida pelo Estado. A qualquer momento, o banco pode converter esse acréscimo nas reservas em moeda ou usá-las em algum pagamento para o Estado. Se o receptor do cheque emitido pelo Tesouro trocá-lo por dinheiro imediatamente, o banco converterá suas reservas em moeda, que será fornecida pelo Banco Central.<sup>32</sup>

Para evitar uma situação de excesso de reservas, uma transferência simultânea pode ser feita da conta de impostos dos bancos para o Banco Central. Se o montante de impostos for inferior ao aumento dos gastos públicos, o montante de *fiat money* criado supera o recolhido pelo pagamento de impostos, gerando uma posição de excesso de reservas. Parte dessas reservas pode ser demandada pelo setor privado não bancário, e o restante será excesso de reservas. Esse excesso pode provocar a queda da taxa de juros do *overnight*, e, para evitar esse processo, o governo oferece títulos públicos que pagam juros.

---

<sup>31</sup> Obviamente, isso não impede que a moeda emitida pelo setor privado circule junto com a emitida pelo Estado desde que este autorize o uso desta para o pagamento de dívidas. O Estado escolhe qual será a moeda que se tornará a moeda de curso legal. Ver Lerner *apud* Wray (1998). Segundo Lerner, essa aceitabilidade geral não se deve necessariamente à fixação na Constituição do país. Basta ser aceita para pagamentos de impostos e outras obrigações contra o Estado; por isso “a moeda é uma criatura do Estado” (Wray, 1998, p. 36).

<sup>32</sup> No caso dos impostos, o movimento é exatamente contrário.

O governo, através do Banco Central, utilizará a compra e venda de títulos públicos para manter as reservas dos bancos nos níveis requeridos. O setor privado detém títulos públicos em seus portfólios, e o Banco Central pode induzir o público à determinada alocação entre moeda e títulos públicos através da taxa de juros.

Dessa maneira, os gastos públicos não podem ser restritos pela quantidade de títulos que o público deseja adquirir. O governo não esperou vender títulos ao tomar sua decisão de gastar mais. Todo o gasto público foi financiado, em um primeiro momento, por emissão de base monetária. As compras e vendas de títulos públicos são feitas para oferecer uma alternativa remunerada à moeda, manter um determinado nível de reservas bancárias e uma taxa de juros que satisfaça os objetivos de política das autoridades monetárias. Sempre que houver excesso de reservas, o setor privado demandará títulos a qualquer taxa de juros acima de zero, pois a outra alternativa seria manter os saldos ociosos em moeda que não paga juros.

Dessa maneira, a política fiscal expansiva não está sujeita a nenhuma “disciplina de mercado”. O governo gasta e financia-se emitindo moeda, que é aceita pelo público, porque dela necessita para pagar os impostos, e emite títulos como alternativa (que paga juros) à moeda. A venda de títulos é meramente uma operação de manutenção da taxa de juros; por isso, o governo decide que taxa de juros irá pagar de acordo com objetivos definidos por sua política monetária.

Não há, portanto, qualquer risco de inadimplência do governo em moeda doméstica, uma vez que, pelos argumentos acima, a sua dívida poderá ser continuamente rolada. Segundo Minsky (1986) “(...) o governo é livre do risco de *default*, qualquer coisa que o contrato de dívida prometer que será cumprido, será de fato cumprido” (Minsky, 1986, p. 35). O argumento é que a dívida pública é facilmente vendida, e sua liquidez é garantida pelo Banco Central, o que faz com que os detentores de dívida pública possam modificar seu portfólio de acordo com suas preferências e necessidades.<sup>33</sup>

De acordo com Kaldor (1986),

“O governo está numa posição peculiar porque toda sua dívida consiste de ativos que são facilmente negociados (...) todos são demandados por seu duplo papel, como forma de investimento e como fonte de liquidez — permitindo a seu detentor fazer mudanças abruptas na disposição de sua riqueza (...)” (Kaldor, 1986, p. 12).

---

<sup>33</sup> Ver Kaldor (1986).



Podemos concluir, então, que não há qualquer motivo para que não haja a intervenção do Big Government em uma economia fechada executando políticas fiscais expansivas. Por esse motivo, é muito pouco provável que haja uma crise e que a restrição financeira tal qual a descrita por Steindl (1982; 1983; 1989) e Minsky (1982; 1986) possa ser uma restrição relevante ao crescimento das economias capitalistas.

## Referências

- GODLEY, Winnie. Money and credit in a keynesian model of income determination. **Cambridge Journal of Economics**, Cambridge, n. 23, p. 393-411, 1999.
- GODLEY, Winnie; COUTTS, Ken; ANYADIKE-DANES, Michael. **ISLM and Real stock-flow monetary models**: a prelude to applied macroeconomic modeling, paper prepared for a conference on Macroeconomics. [s.l.]: University of Aalborg, Denmark, 1987. (Fifty Years after the ISLM — in Honour of Sir John Hicks).
- GODLEY, Winnie; CRIPPS, Francis. **Macroeconomics**. London: Fontana, 1983.
- GODLEY, Winnie; LAVOIE, Marc. **Kaleckian models of growth in a stock flow monetary framework**: a neo-kaldorian model. [s.l.]: Levy Institute, 2000. (Working Paper n. 302).
- KALDOR, Nicholas. **The scourge of monetarism**. London: Oxford University, 1986.
- KALECKI, Michal. **Teoria da dinâmica econômica**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1983.
- KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego do juro e da moeda inflação e deflação**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1983.
- KEYNES, John Maynard. **A treatise on money**. Cambridge: Cambridge University Press, 1979. v. I. (Collected Writings of John Maynard Keynes, v. V).
- LAVOIE, Marc. **Endogenous money in a coherent stock-flow framework**. [s.l.]: Jerome Levy Institute, 2001. (Working Paper 325).
- MINSKY, Hyman. **Can “IT” happen again?** (essays on instability and finance). New York: M.E. Sharp Inc, 1982.
- MINSKY, Hyman. **Stabilizing an unstable economy**. Yale: Yale University, 1986.

RITTER, Lawrence. An exposition of the structure of the flow of funds accounts. **Journal of Finance**, v. 18, n. 2, May, 1963. (Reimpresso em DAWSON, J. (Org) Flow of funds analysis: a guide to practitioners, New York: M. E. Sharpe, 1996).

SERRANO, Franklin. A soma das poupanças determina o investimento? In: ENCONTRO NACIONAL DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE ECONOMIA POLÍTICA, 5., Fortaleza. **Anais...** Fortaleza: [s.n.], 2000.

STEINDL, Joseph. **Maturidade e estagnação no capitalismo americano**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1983.

STEINDL, Joseph. Saving and debt. In BARRERE, A. (Org.). **Money, credit and prices in Keynesian perspective**. London: Macmillan, 1989.

STEINDL, Joseph. The role of household saving in the modern economy. **Banca Nazionale Del Lavoro Quaterly Review**, Roma, p. 69-88, mar. 1982.

TAYLOR, Lance (Org). **Socially relevant policy analysis: structuralist cge models for the developing world**. Boston: MIT Press, 1990.

TOBIN, James. **Asset accumulation and economic activity**. Chicago: The University of Chicago Press, 1980. (Yrjo Jahnsson Lectures).

TOBIN, James. **Money and the macroeconomic process**. [s. l.: s. n.], 1982. (Cowles Foundation Paper n. 543; Nobel Lecture),

WILLCOX, Luiz Daniel. **Inflação de custos e inflação de demanda: análise crítica e aplicação para o caso brasileiro**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 1996. (Monografia de graduação).

WRAY, Randall. **Understanding modern money: the key to full employment and price stability**, Cheltenham: Edward Elgar, 1998.